

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

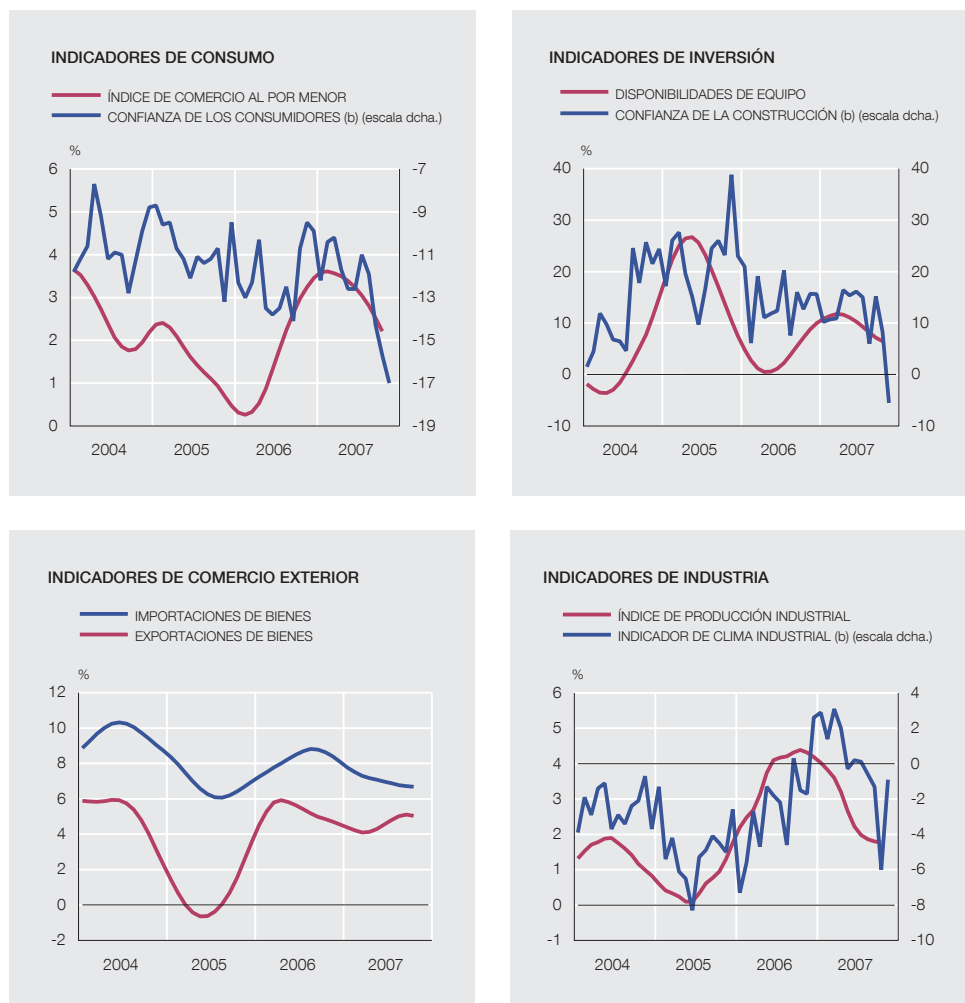
### ***Evolución del sector real de la economía española***

Como se comentó en el Boletín Económico de noviembre, de acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el PIB real de la economía española se desaceleró en dos décimas en el tercer trimestre de 2007, hasta el 3,8%, prolongando la tónica de suave moderación que inició en el trimestre anterior. La ralentización del PIB fue el resultado de un tono más contenido de la demanda nacional, cuyo crecimiento interanual se redujo en cinco décimas, situándose en el 4,1%. No obstante, este comportamiento fue parcialmente compensado por la favorable evolución de la demanda exterior neta, cuya contribución al crecimiento mejoró en tres décimas, pasando a representar -0,6 puntos porcentuales (pp), debido a una aceleración más intensa de las exportaciones que de las importaciones (hasta tasas del 8% y 8,3%, respectivamente). Por el lado de la demanda nacional, se desaceleraron tanto el consumo privado —hasta el 3%—, como la inversión en capital fijo —hasta el 5,6%—. Por lo que respecta a este último agregado, todos sus componentes perdieron dinamismo, si bien la inversión en bienes de equipo continuó mostrando una tasa de crecimiento muy elevada (11,2%).

Entre la información más reciente referida al consumo privado, los indicadores de opinión de la Comisión Europea continúan perdiendo pulso. En noviembre, la confianza de los hogares retrocedió por cuarto mes consecutivo, situándose en su nivel más bajo desde marzo de 2003 (véase gráfico 1). La tónica descendente de este indicador, que se inició en agosto, se ha prolongado en los meses recientes, en un contexto en que se han intensificado las tensiones en los mercados financieros internacionales —en los mercados monetarios, en particular— y en que ha proseguido el encarecimiento de los combustibles y de los alimentos, lo que habría erosionado la renta disponible de los hogares. De igual modo, la confianza del comercio al por menor retrocedió en noviembre, enjugando buena parte de la mejora observada en el mes previo. En esta misma línea cabe encuadrar también al indicador de matriculaciones de automóviles, que descendió un 5,9% en noviembre, retomando la senda de caídas que venía presentando en los meses previos, tras el paréntesis alcista de octubre. Otros indicadores, no obstante, mostraron una evolución más favorable, como el índice de clima de los productores de bienes de consumo, que ganó cerca de 3 puntos en noviembre, gracias a las mejoras en la valoración de las carteras de pedidos presentes y de la producción actual y prevista por parte de estos agentes, si bien se deterioraron las expectativas relativas a la cartera de pedidos futura.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial disminuyó al inicio del cuarto trimestre, hasta situarse en el valor mínimo del año, lo que sugeriría unas menores necesidades de ampliación del capital instalado. Sin embargo, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo mantuvo cierto dinamismo en octubre, gracias a la mejora que registró la producción interior, al tiempo que las importaciones de este tipo de bienes recuperaron cierto tono. Asimismo, el indicador del clima en el sector productor de bienes de equipo alcanzó en noviembre el valor máximo del año.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan a una continuación de la desaceleración en la última parte del año. En particular, los indicadores de empleo muestran que en los meses de octubre y noviembre ha proseguido la pérdida de dinamismo del sector. Así, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social presentó en noviembre un ritmo interanual de expansión del 0,3%, frente al 1,4% de octubre, y el número de parados registrados siguió repuntando en ese mes, con una tasa de crecimiento del 16,1%, 3,5 pp por encima del incremento del mes previo. Otros indicadores coyunturales mostraron,



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.  
b. Nivel de la serie original.

asimismo, una evolución negativa en noviembre, como el consumo aparente de cemento, que disminuyó un 1,8% en ese mes, o el indicador de confianza, que experimentó un acusado retroceso, situándose en los niveles más bajos de los últimos años. Los indicadores de carácter adelantado también apuntan, en general, a una prolongación de la desaceleración de la inversión en construcción en los meses venideros. En particular, el número de visados de viviendas nuevas intensificó en septiembre la tónica de fuertes caídas que mantiene desde el mes de mayo, si bien el descenso se debe, en parte, a un efecto base motivado por la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación un año antes. Por último, en cuanto a la obra civil, la licitación oficial se redujo en septiembre —por segundo mes consecutivo— en términos interanuales, si bien se mantiene un notable dinamismo en su ejecución como consecuencia de la elevada licitación realizada en los trimestres recientes.

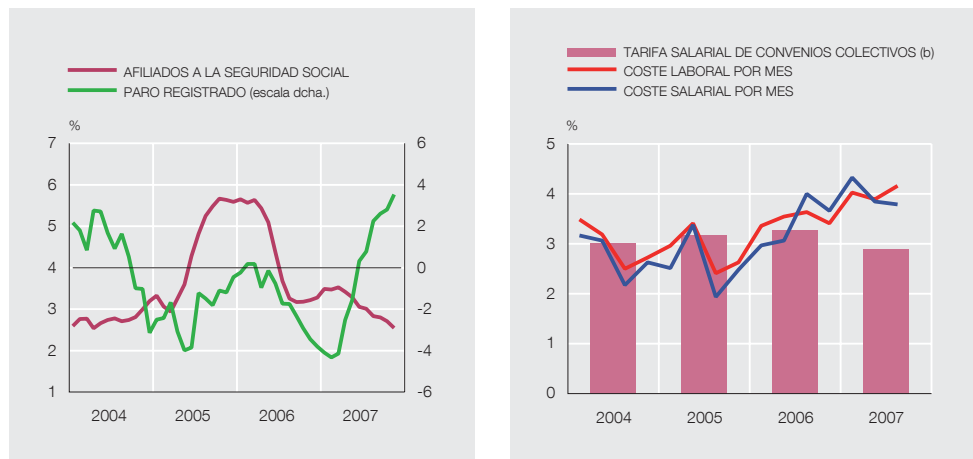
De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes se fortalecieron en octubre, situando su crecimiento interanual en el 8,2%, superior al avance medio del tercer trimestre (6,7%). En el último mes destacó el nuevo repunte que experimentaron las ventas reales dirigidas a las áreas extracomunitarias, hasta alcanzar una tasa interanual del 27,4%, con notables avances en los principales mercados de estas zonas, especial-

mente China, Rusia, la OPEP y Estados Unidos. Las exportaciones destinadas a la UE, sin embargo, mostraron un tono muy moderado (1%). Por tipos de bienes, cabe señalar el vigor que cobraron las exportaciones de bienes de equipo —tras la debilidad del tercer trimestre—, al tiempo que continuó el dinamismo de las ventas de bienes intermedios. Sin embargo, las exportaciones de bienes de consumo moderaron algo su avance, acusando, en parte, la ralentización que registraron en octubre las ventas exteriores de automóviles. Por su parte, las importaciones reales aumentaron un 7,7% en octubre, ligeramente por encima del tercer trimestre (7,2%), destacando la recuperación de las compras de bienes de equipo, al tiempo que las importaciones de bienes intermedios y de bienes de consumo mantuvieron su dinamismo. En el conjunto de los diez primeros meses del año, el crecimiento de las exportaciones reales de bienes se situó en el 4,5%, mientras que las compras al exterior se expandieron un 6,8%, en ambos casos por debajo del crecimiento registrado en el promedio del año anterior. Por áreas geográficas, en el período acumulado hasta octubre las ventas reales a los mercados extracomunitarios fueron las más dinámicas (9,4%), como viene sucediendo en los últimos años, mientras que las ventas a nuestros socios comunitarios acumularon un avance moderado (2,4%). El déficit comercial en términos nominales frenó su ritmo de ampliación en el período enero-octubre, hasta el 7,9%, lo que supone aproximadamente la mitad de la tasa de incremento registrada en 2006.

Respecto al turismo, los indicadores reales cobraron cierto pulso en noviembre, con un aumento del número de turistas extranjeros del 5%, frente al crecimiento nulo de octubre y al avance del 2,3% del tercer trimestre. Además, según la Encuesta de Ocupación Hotelera, el número de pernoctaciones hoteleras de extranjeros creció en noviembre un 6,7%, superando ampliamente el avance de los últimos meses. No obstante, en el período acumulado hasta noviembre, ambos indicadores aumentaron a un ritmo moderado, ligeramente superior al 2%. Estos resultados, en un año en el que se estima un incremento del número mundial de turistas en el entorno del 6%, podrían estar reflejando las pérdidas de competitividad vía tipo de cambio acumuladas frente a nuestros principales competidores —los países del Mediterráneo oriental—, en un contexto de menor inestabilidad geopolítica. La información sobre gasto nominal de los turistas, procedente de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), muestra un avance en el período enero-octubre del 3,4%, que, como en años anteriores, es el resultado de un cierto aumento en el número de turistas extranjeros y de su gasto medio diario, cuyo impacto en el gasto total se ve reducido por la menor estancia media de esos turistas en España.

Los datos de la Balanza de Pagos para los nueve primeros meses del año situaron la necesidad de financiación de la economía en 73 mm de euros, en un 21% superior a la contabilizada en igual período del año anterior. El déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en ese mismo período ascendió 75,5 mm de euros, frente a 63,6 mm en el mismo período de 2006. La ampliación del déficit por cuenta corriente se debió al aumento del déficit de la balanza de rentas y, en menor medida, al incremento de los saldos negativos de la balanza comercial y de la balanza de transferencias corrientes. Por el contrario, el superávit de las operaciones de servicios experimentó cierto avance, como resultado de la mejora en la rúbrica de turismo y viajes (un 1,3% en términos interanuales) y de la disminución del déficit de los otros servicios. Por su parte, la cuenta de capital registró un superávit de 2,5 mm de euros en los nueve primeros meses del año, en un 22% menor que el del mismo período de 2006.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial mostró cierta recuperación en octubre, truncando la trayectoria de desaceleración que venía manteniendo en los últimos meses.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre 2007.

Su crecimiento interanual fue del 2,6%, una vez corregida la serie del efecto calendario, superior tanto al incremento de septiembre (0,8%) como al avance medio del tercer trimestre (1,1%). El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria muestra, en general, una tónica de leve mejora. Así, el índice PMI correspondiente al mes de noviembre aumentó 1,1 pp, hasta situarse en 50,7 puntos, mientras que el indicador de confianza de la Comisión Europea mejoró 5 puntos en ese mismo mes, enjugando el deterioro del mes previo. Del mismo modo, algunos indicadores referidos al mes de octubre, como las entradas de pedidos, presentaron una evolución positiva, anticipando un mejor comportamiento de la actividad industrial en los últimos meses del año. Los indicadores del mercado laboral, sin embargo, reflejaron una evolución algo menos favorable. Así, los afiliados a la Seguridad Social en este sector recortaron dos décimas su tasa de crecimiento interanual en noviembre, hasta situarse en el 2,4%, y el paro registrado ralentizó su ritmo de caída interanual hasta el -1,4%, frente al descenso del -2,2% de octubre.

En relación con la actividad terciaria, los principales indicadores señalan cierta pérdida de dinamismo. En este sentido, el indicador de confianza del sector servicios intensificó en noviembre el perfil de deterioro de los dos meses previos, con fuertes caídas en las opiniones de los agentes sobre la evolución de la demanda reciente y futura. Del mismo modo, el índice PMI de este sector empeoró en noviembre, situándose en los valores más bajos de los últimos dos años —aunque todavía se mantiene en niveles de expansión—. Las afiliaciones del sector a la Seguridad Social estabilizaron su ritmo de avance en noviembre, en el 2,9%, una décima menos que en el tercer trimestre, al tiempo que el paro registrado prolongó el perfil de crecimiento que mantiene desde mediados de ejercicio, elevando su tasa de crecimiento interanual hasta el 3,7%.

En cuanto al mercado laboral, los indicadores más recientes apuntan a que en el cuarto trimestre continúa suavizándose el ritmo de creación de empleo. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en noviembre a un ritmo interanual del 2,5%, en términos de la media de datos diarios, dos décimas menos que en octubre y cuatro menos que en el conjunto del tercer trimestre. Respecto al desempleo, el número de parados acentuó en noviembre la trayectoria ascendente que viene observando desde finales del segundo trimestre, repuntando hasta una tasa interanual del 3,5%, frente al 2,8% de octubre (véase gráfico 2).



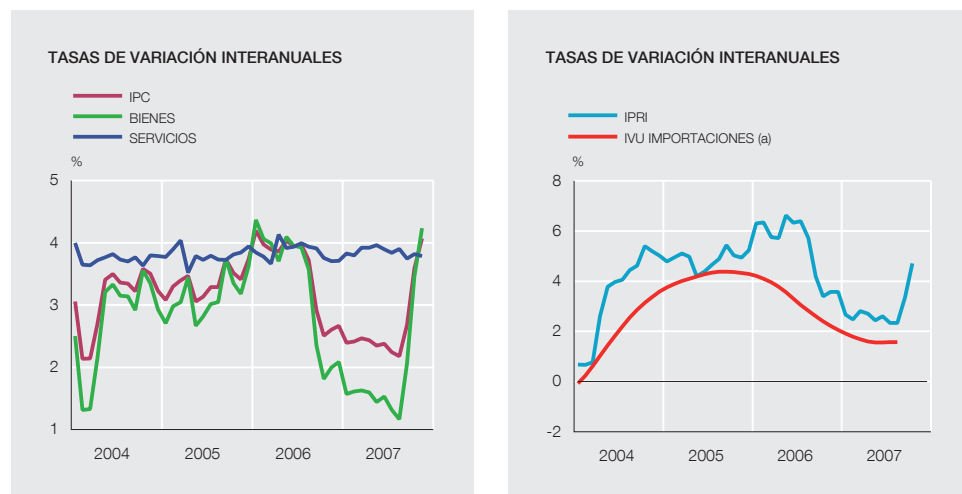
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

a. Último dato: noviembre de 2007.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta noviembre de 2007 un superávit de 25.835 millones de euros (un 2,5% del PIB), frente al superávit de 19.670 millones de euros (el 2% del PIB) registrado hasta noviembre de 2006. Los recursos no financieros experimentaron un ritmo de crecimiento del 11,4% respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un 8%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta noviembre del año en curso se saldó con un superávit de 24.104 millones de euros, también notablemente superior al superávit de 17.070 millones registrado en el mismo período del pasado año. A lo largo del mes tanto los ingresos como los pagos se aceleraron ligeramente (véase gráfico 3). Así, los ingresos alcanzaron una tasa del 12,1%, frente al 11,7% en octubre, en tanto que los pagos aumentaron un 7,8% en términos acumulados, frente al 7,6% del mes anterior. En conjunto, los ingresos se están comportando mejor de lo previsto en el Avance de liquidación del año 2007 incluido en los Presupuestos Generales del Estado para 2008 (un 6,7%), en tanto que los pagos continúan creciendo por debajo de lo previsto en dicho Avance de liquidación (un 10,3%).

### Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración de asalariados creció un 3,7% en el tercer trimestre de 2007, tasa similar a la de los dos trimestres anteriores, tras la revisión al alza realizada por el INE, mientras que los costes laborales unitarios se deslizaron una décima al alza, hasta el 3%. Según la encuesta trimestral de coste laboral, el coste laboral por trabajador y mes aumentó un 4,2% en el tercer trimestre, en tasa interanual, tres décimas más que en los tres meses precedentes. Por componentes, los costes salariales estabilizaron su ritmo de avance en el 3,8%, mientras que el resto de costes incrementaron su tasa interanual hasta el 5,2%, desde el 4% del trimestre previo. En cuanto a la negociación colectiva, las tarifas salariales pactadas en los convenios registrados hasta el 30 de noviembre, que afectan a más de ocho millones de trabajadores, aumentaron en promedio un 2,9%. Por ramas, los incrementos medios pactados van desde un 2,8% en los servicios hasta un 3,6% en la construcción, donde comienzan a apreciarse los efectos del convenio plurianual (2007-2011) firmado a nivel nacional, si bien el porcentaje de trabajadores cubiertos por el conjunto de convenios firmados en esta última rama apenas asciende al 33%. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 —y que repercute en el salario cobrado en 2007— se mantiene en 0,3 pp en el conjunto de ramas, muy por debajo de los 0,9 pp que supuso la activación de esas cláusulas en el ejercicio precedente.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En noviembre, el ritmo de variación interanual del IPC registró un incremento de cinco décimas respecto al mes precedente, hasta el 4,1%, la cota más alta desde enero de 2006 (véase gráfico 4). La aceleración del índice general se explicó, casi en su totalidad, por el acusado repunte de los precios de la energía, hasta el 10,7% —debido tanto a un efecto base como a la reciente escalada de los precios del petróleo—, y, en menor medida, por el encarecimiento de los alimentos elaborados, cuya tasa de inflación se elevó al 7%. Los precios de los alimentos no elaborados también experimentaron un leve repunte en noviembre (hasta el 4,9%), mientras que los servicios mantuvieron estable su tasa interanual en el 3,8%, al tiempo que se moderaron una décima los precios de los bienes industriales no energéticos, hasta situarse en el 0,3%. Como consecuencia de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un incremento en noviembre de una décima en su tasa interanual, hasta el 3,2%. El índice armonizado (IAPC) también creció en ese mes un 4,1%, cinco décimas más que en octubre, aumento idéntico al que se registró en la UEM, de modo que el diferencial de inflación con esa área permaneció situado en un punto porcentual.

El índice de precios industriales se aceleró en noviembre por tercer mes consecutivo y alcanzó una tasa interanual del 5,4%. El repunte del último mes estuvo marcado por el aumento de los precios de la energía, que elevaron su tasa interanual hasta el 9,8%, y por el mayor dinamismo de los precios de producción de los bienes de consumo —especialmente, alimentos, cuya tasa interanual superó el 8%—. Por su parte, los precios de producción de los bienes de equipo y de los bienes intermedios recortaron una décima su ritmo de avance, hasta el 3,1% y 5,2%, respectivamente. Con información hasta octubre, en el conjunto de la UEM los precios industriales presentaron una evolución menos desfavorable, de tal forma que el diferencial de España frente a esa área se situó en 1,4 pp en dicho mes.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), moderaron su ritmo de avance en octubre hasta el 2,1%, como consecuencia de la ralentización que registraron los precios de las importaciones no energéticas, que situaron su tasa interanual en el 1,6%, ya que los precios de los productos energéticos mostraron un nuevo repunte, elevando su ritmo de avance al 6,5%. Entre los productos no energéticos, también se aceleraron los precios de los bienes de consumo alimenticio, hasta el 4,9% —desde el -2,9% del mes previo—, mientras que los precios de los bienes intermedios no energéticos se ralentizaron,

hasta el 2,6%, y descendieron los correspondientes a bienes de equipo (-1,1%) y bienes de consumo no alimenticio (-0,2%). En la vertiente exportadora, el IVU de exportación moderó su ritmo de avance interanual en octubre hasta el 1,1%, desde el 2,2% de septiembre. En este caso, la desaceleración también se debió a los precios de las exportaciones no energéticas, que recortaron 1,2 pp su tasa de avance, hasta el 0,5%, con una desaceleración generalizada de sus principales componentes. Así, los precios de los bienes de consumo no alimenticio y de equipo registraron sendas caídas (del -1,7% y -0,5%, respectivamente), al tiempo que los precios de los bienes de consumo alimenticio e intermedios no energéticos moderaron su ritmo de aumento (hasta el 2,8% y 1,7%, respectivamente). Por áreas geográficas, la desaceleración se extendió tanto a los precios de las exportaciones a la UE (0,6%) como a los precios de las ventas destinadas a terceros países (3,6%). Por otra parte, los precios de importación de los productos industriales elaborados por el INE repuntaron hasta el 3,1% en octubre, desde el 2% del mes anterior, como consecuencia del fuerte encarecimiento que registraron los productos energéticos, que incrementaron sus precios un 14,6% en tasa interanual (4,9% en el mes previo), mientras que se desaceleraron los precios en el resto de sectores industriales. Los precios de exportación de productos industriales aumentaron un 1,3% interanual en octubre, tasa similar a la del mes precedente.

### ***Evolución económica y financiera en la UEM***

Durante el período transcurrido de diciembre, el aspecto más significativo en la evolución financiera internacional ha sido el incremento adicional de las tensiones en los mercados monetarios, con una pequeña mejoría en los mercados crediticios. El diferencial entre el tipo de interés interbancario a tres meses y el tipo de interés objetivo se amplió en las principales áreas (dólar americano, euro y yen), a pesar de la acción coordinada entre varios bancos centrales para inyectar liquidez, con el fin de aliviar dichas tensiones. En días previos, tanto la Reserva Federal de Estados Unidos como el Banco de Inglaterra habían decidido sendas reducciones de sus tipos de interés oficiales, en 25 puntos básicos (pb). También resultó significativo el incremento de los tipos de interés de la deuda a largo plazo de Estados Unidos, hasta niveles del 4,2% (+20 pb), tras la reducción de los tipos de interés a corto, y la recuperación del dólar en los mercados cambiarios, que se alejó de los mínimos históricos frente al euro. Por su parte, las bolsas registraron en el mes una cierta recuperación, que en el caso de los mercados emergentes vino acompañada de una reducción de los diferenciales soberanos, debido, en gran medida, a las expectativas de reducción de tipos de la Reserva Federal, que se confirmaron con la decisión del día 11. Finalmente, el precio del petróleo tipo Brent aumentó ligeramente (2%), y actualmente se sitúa en alrededor de 90 dólares, tras haber alcanzado niveles máximos históricos por encima de 96 dólares a finales de noviembre, en un contexto de malos datos de inventarios y persistencia de las tensiones geopolíticas. El precio de los metales industriales registró sensibles descensos, asociados con las dificultades de los sectores de la construcción en Japón y Estados Unidos, mientras que los precios de productos básicos como el trigo y el maíz registraron nuevos incrementos a lo largo del mes.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 4,9%, un punto porcentual por encima de la estimación de avance, y superior al 3,8% del segundo trimestre. La revisión recoge una mayor contribución al crecimiento de las existencias, de la inversión no residencial y de la demanda externa, que compensan la menor contribución del consumo privado. Igualmente, se revisó al alza el crecimiento de la productividad, hasta el 2,7% interanual. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia ofrecieron señales de debilidad en cuanto a la evolución de la demanda en el cuarto trimestre. La confianza del consumidor se deterioró entre octubre y diciembre, y el gasto real en consumo se mantuvo prácticamente constante en octubre, aunque aumentó en noviembre, al igual que las ventas al por menor. En el ámbito del sector residencial, los indicadores más recientes de ventas de vivienda y los de precios del tercer trimestre



tre han mostrado una profundización del ajuste en este mercado. Las tasas de impagos y embargos alcanzaron niveles históricamente elevados en el tercer trimestre, especialmente los correspondientes a la categoría *subprime* a tipo variable. El mercado laboral, en cambio, reveló síntomas de resistencia, con la creación de 94.000 empleos en noviembre, a pesar de la destrucción de 11.000 empleos en manufacturas y otros 24.000 en construcción. La tasa de paro se mantuvo en el 4,7%, al igual que en el mes de octubre. Por su parte, los indicadores de actividad apuntan también a una moderación en el crecimiento. En noviembre, el ISM de manufacturas se mantuvo apenas por encima del umbral de contracción de la actividad y la producción industrial registró un ascenso del 0,3% mensual, que no compensa la caída del mes previo (-0,7%). En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC se incrementó hasta el 4,3% en noviembre, frente al 3,5% del mes anterior, impulsada principalmente por el precio de la energía, mientras que la subyacente pasó del 2,2% de octubre al 2,3%.

En Japón, la revisión final del PIB del tercer trimestre rebajó el crecimiento en 1,1 pp, hasta el 1,5% en tasa trimestral anualizada, debido al recorte de la inversión en maquinaria, que se añadió al desplome de la inversión residencial. El tono de la mayoría de los indicadores más recientes ha sido negativo, destacando el deterioro del índice de confianza en las manufacturas (encuesta Tankan) del cuarto trimestre, aunque matizado por el buen desempeño de la producción industrial y los pedidos de maquinaria de octubre, que repuntaron. Por el lado de la demanda, los indicadores de gasto de consumo mantuvieron una evolución desfavorable en octubre y el índice de confianza del consumidor de noviembre se situó en niveles mínimos de los últimos cuatro años, lo cual, junto con la atonía del mercado laboral, apunta hacia una evolución algo más negativa del consumo privado. En el ámbito externo, el saldo de la balanza por cuenta corriente volvió a aumentar en octubre. La tasa de variación interanual de los precios de consumo repuntó en ese mes y se situó en terreno positivo, por primera vez desde diciembre de 2006, tanto para el índice general (0,3%) como para el subyacente (0,1%), como consecuencia del impulso derivado de las alzas de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos. En este contexto de atonía de la actividad y de los precios y de elevada incertidumbre financiera, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50%.

En Reino Unido, tras el sólido crecimiento del 3,3% interanual del tercer trimestre, la economía ha empezado a ofrecer señales de desaceleración, en un contexto de dificultades monetarias y crediticias de la banca. Por su parte, el crecimiento interanual del IPC, sensible al aumento del coste energético y alimenticio, se situó en octubre en el 2,1%, aunque los precios de producción y los salarios siguieron creciendo a ritmos aún moderados. Los indicadores publicados recientemente apuntan en la dirección de una desaceleración de la economía más intensa de lo inicialmente previsto. Entre ellos, destacan el fuerte deterioro de los PMI de manufacturas y servicios, en octubre y noviembre, y la caída de los precios de la vivienda. El Banco de Inglaterra bajó de forma inesperada sus tipos de interés 25 pb, hasta el 5,5%, en diciembre, señalando explícitamente en el comunicado oficial el riesgo de desaceleración de la actividad.

En los nuevos miembros de la Unión Europea se mantuvo el dinamismo de la actividad en el tercer trimestre, con la excepción de Hungría, si bien el PIB se desaceleró ligeramente en el conjunto de la región, hasta una tasa interanual algo inferior al 6% del trimestre anterior. Los indicadores del cuarto trimestre muestran una moderación en la producción industrial y un menor dinamismo de las ventas al por menor. La inflación repuntó en noviembre como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y la energía, aumentando también la dispersión de las tasas por países, desde el 13,7% de Letonia al 2,3% de Eslovaquia. En

la República Checa, la inflación se elevó hasta el 5%, superando en un punto porcentual el límite superior del objetivo anual. Los bancos centrales de Polonia y la República Checa aumentaron en 25 pb los tipos de interés oficiales, hasta el 5% y el 3,5%, respectivamente. En el Mecanismo de Tipos de Cambios (ERM II), las monedas que participan se mantuvieron en torno a la paridad central, con la excepción de la corona eslovaca, que sigue apreciada más de un 6%.

En China, la mayoría de los indicadores de actividad continuaron apuntando a un elevado dinamismo en noviembre, aunque se aprecia una moderación en las tasas de crecimiento de la producción industrial, que ha reducido su ritmo de crecimiento interanual. Por el contrario, las ventas al por menor se aceleraron. El superávit comercial se situó en 26.300 millones de dólares en noviembre, en un mes en el que el renminbi se apreció frente al dólar más de lo que lo hacía en meses anteriores (0,8%, frente a 0,4%) y el ritmo de acumulación de reservas exteriores prosiguió su desaceleración. La inflación se situó en noviembre en el máximo de los últimos 11 años (6,9%), impulsada por el fuerte crecimiento de los precios de los alimentos. La oferta monetaria y el crédito crecieron, igualmente, a ritmos superiores a los de comienzos de 2007. El banco central elevó el coeficiente de reservas bancarias un punto porcentual, hasta el 14,5%, al tiempo que las autoridades económicas se comprometieron a cambiar el tono en la política monetaria, de moderada a restrictiva.

En América Latina, con los datos de Contabilidad Nacional correspondientes al tercer trimestre del año, publicados en casi todos los países del área, la tasa de crecimiento interanual de la región para ese trimestre se habría situado en el 5,7%, tras el 5,6% registrado en el segundo trimestre. Entre los nuevos datos publicados destacan el 5,7% en Brasil, el mantenimiento de las elevadas tasas de crecimiento en Argentina, la aceleración en Perú, que ya estaba creciendo de forma muy dinámica, y la notable desaceleración en Chile. Respecto a la evolución de los precios, en el mes de noviembre la inflación regional interanual se situó en el 5,6%, un aumento de tres décimas respecto a octubre y el máximo desde febrero de 2006, derivado de un repunte en todos los países, especialmente notable en Chile y Venezuela. La tasa subyacente pasó del 5,4% de octubre al 5,8% de noviembre. En cuanto a política monetaria, el Banco Central de Colombia y el Banco Central de Chile elevaron en 25 pb su tipo de interés oficial, hasta el 9,5% y el 6%, respectivamente. En Argentina se aprobó un aumento de las tarifas del transporte público de Buenos Aires, que llevaban congeladas desde 2002. Los presidentes de Argentina, Brasil, Paraguay, Bolivia, Venezuela y Ecuador firmaron el Acta Fundacional del Banco del Sur; por último, en Venezuela se rechazó en referéndum la reforma constitucional que hubiera reforzado el poder de la actual Administración.

De acuerdo con la primera estimación de Eurostat, en el tercer trimestre de 2007, el PIB de la UEM aumentó un 0,7% intertrimestral, cuatro décimas más que en el período precedente. La aceleración del producto obedeció al comportamiento de la aportación de la variación de existencias, que alcanzó los 0,2 pp tras haber restado cuatro décimas al aumento del PIB en el trimestre anterior, y, en menor medida, a la fortaleza de la formación bruta de capital fijo y del consumo público. La demanda interna —excluidas las existencias— incrementó su contribución al crecimiento del producto hasta los 0,6 pp (0,4 pp en el trimestre previo), a pesar de que el consumo privado mantuvo un ritmo de expansión moderado. En el ámbito externo, las importaciones se aceleraron en mayor medida que las exportaciones, lo que provocó que el saldo neto exterior detrajera una décima de punto del crecimiento del producto, frente a la aportación positiva de 0,3 pp registrada en el segundo trimestre. El mayor pulso del PIB se reflejó también en un incremento de 0,2 pp en su ritmo de expansión interanual, que se situó en el 2,5%.

		2007					
		JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	4,0	4,4	3,3	3,8		
	Comercio al por menor (b)	1,4	0,8	1,4	0,2		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	0,9	0,7	0,4	-0,3	-3,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-2,0	-4,0	-6,0	-6,0	-8,0	
	Indicador de confianza industrial	5,0	5,0	3,0	2,0	3,0	
	IAPC (b)	1,8	1,7	2,1	2,6	3,1	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	11,7	11,6	11,3	12,3		
	M1	6,8	6,7	6,0	6,5		
	Crédito a los sectores residentes	8,7	8,8	8,7	9,2		
	AAPP	-3,7	-4,1	-4,3	-4,1		
	Otros sectores residentes	11,6	11,8	11,6	12,2		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	7,0	7,0	6,8	6,8		
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,6	14,2	13,9	13,9		
	EONIA	4,06	4,05	4,03	3,94	4,02	3,90
	EURIBOR a tres meses	4,22	4,54	4,74	4,69	4,64	4,90
	EURIBOR a un año	4,56	4,67	4,72	4,65	4,61	4,80
	Rendimiento bonos a diez años	4,63	4,43	4,37	4,40	4,25	4,34
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,44	0,31	0,19	0,18	-0,04	-0,25
	Tipo de cambio dólar/euro	1,372	1,362	1,390	1,423	1,468	1,462
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	5,7	4,7	6,1	9,2	5,5	3,0

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Media del mes hasta el día 18 de diciembre de 2007.

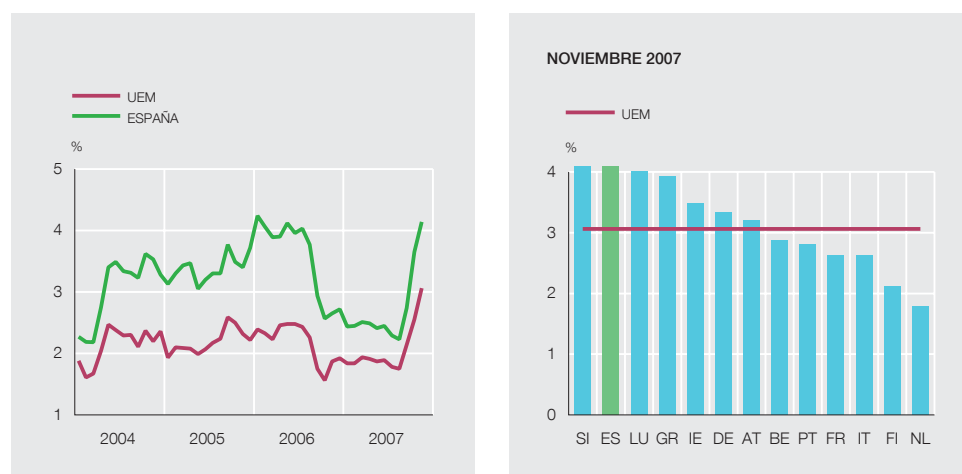
b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables excepto para el IAPC.

c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 18 de diciembre de 2007.

Los últimos indicadores disponibles sobre la economía del área del euro son compatibles con una moderación del ritmo de expansión de la actividad real en los últimos meses del año. Por el lado de la oferta, si bien el índice de producción industrial referido a octubre mostró una mejoría respecto al mes anterior (véase cuadro 1), los indicadores cualitativos disponibles para el cuarto trimestre señalan una menor pujanza en comparación con el tercero. En particular, tanto el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea (disponible hasta noviembre) como el de la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera (disponible hasta diciembre) mostraron un retroceso respecto al trimestre previo. En el sector servicios, los indicadores cualitativos correspondientes también empeoraron en el conjunto del cuarto trimestre. Por el lado de la demanda, la información disponible apuntaría a la continuación del crecimiento contenido del consumo, ya que al escaso dinamismo mostrado por las ventas al por menor en la UEM en octubre se añaden la caída en las matriculaciones de automóviles y el empeoramiento de la confianza de los consumidores y de los minoristas en el promedio de octubre-noviembre. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación y de cartera de pedidos exteriores retrocedieron en los últimos meses de 2007.

La inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó cinco décimas en noviembre, hasta situarse en el 3,1% (véase gráfico 5). Este comportamiento reflejó el repunte de los precios de los bienes energéticos y de los alimentos elaborados, ya que el crecimiento del resto de componentes permaneció estable o se redujo ligeramente. Por ello, el IPSEBENE —indicador que excluye los componentes más volátiles— aumentó un 2,3%,

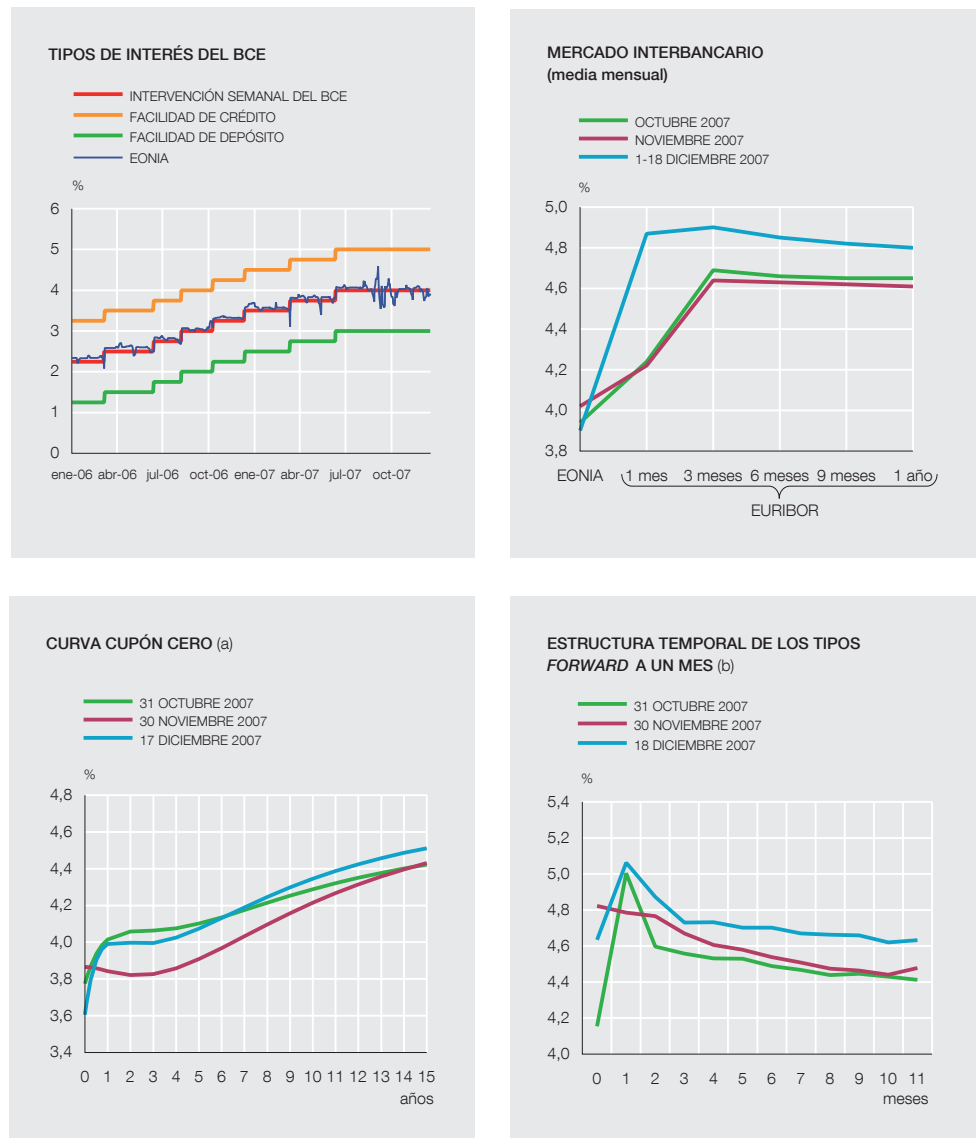


FUENTE: Eurostat.

dos décimas más que el dato de octubre. Finalmente, también el índice de precios industriales (IPRI) registró en octubre un incremento de seis décimas en su tasa de avance interanual, hasta el 3,3%, como consecuencia de la fuerte aceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los bienes de consumo no duradero. Las tasas de crecimiento de los restantes componentes permanecieron estables o experimentaron ligeros descensos.

En su reunión del 6 de diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener los tipos de interés oficiales. En consecuencia, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito permanecieron en el 4%, 3% y 5%, respectivamente (véase gráfico 6). Al mismo tiempo, manifestó su preocupación por la aparición de fuertes presiones inflacionistas a corto plazo y la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo. En este sentido, señaló que resulta esencial impedir que se materialicen efectos de segunda vuelta en el mecanismo de fijación de salarios y precios, y comunicó de nuevo que la política monetaria está preparada para actuar de forma firme en el momento oportuno.

En la primera mitad de diciembre, en un contexto de persistencia de la incertidumbre sobre el impacto de la crisis del mercado *subprime* norteamericano sobre las entidades y el temor de estas a terminar el año con un nivel de liquidez insuficiente, los tipos de interés de los depósitos interbancarios registraron considerables aumentos a partir del plazo de un mes, alcanzando el interbancario a tres meses un máximo anual, en torno al 4,9%. En respuesta a este nuevo rebrote de tensiones, el BCE anunció el 30 de noviembre el aumento a dos semanas del plazo de vencimiento de la operación principal de financiación ejecutada el 19 de diciembre, abarcando el período de las fiestas de Navidad y fin de año, así como el refuerzo de la política de provisión de liquidez por encima del *benchmark* de demanda neutral estimado por la institución. En el mismo anuncio, se indicó que la subasta del 28 de diciembre permitiría satisfacer las necesidades adicionales de liquidez. Además, junto con los bancos centrales de Canadá, Estados Unidos, Reino Unido y Suiza, el BCE anunció el 12 de diciembre la adopción de medidas concertadas destinadas a aliviar los problemas de liquidez en los mercados interbancarios a corto plazo. Así, el Consejo de Gobierno decidió actuar de forma conjunta con la Reserva Federal ofreciendo fondos en dólares a las entidades de contrapartida del Eurosistema mediante dos subastas celebradas los días 17 y 20 de diciembre. Para



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

b. Estimados con datos del EURIBOR.

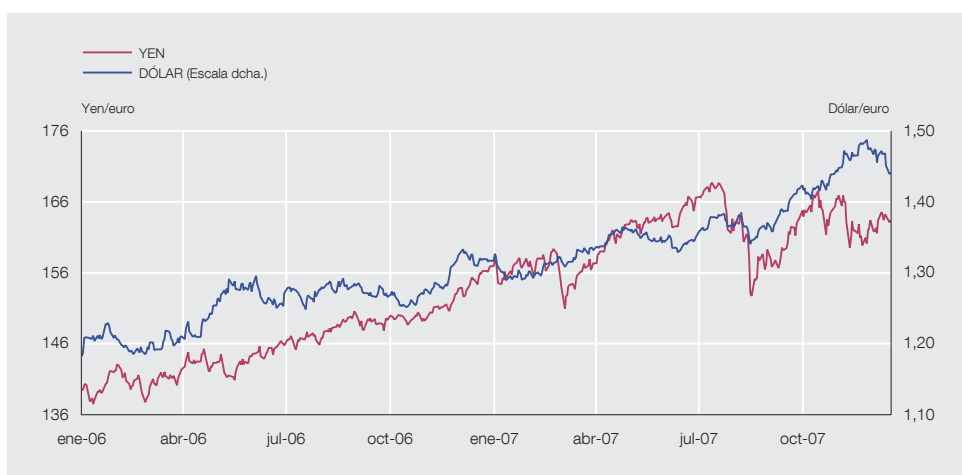
ello, se estableció entre ambas instituciones una línea recíproca de permuta temporal de divisas.

En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años se incrementaron durante los primeros quince días de diciembre, hasta situarse en torno al 4,4%, unos 15 pb por encima del nivel alcanzado a finales de noviembre. Puesto que en Estados Unidos el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria parecida durante gran parte del período, el diferencial negativo entre este país y la UEM se ha mantenido alrededor de los 30 pb en los últimos días.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han disminuido en la primera mitad del mes de diciembre. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba próximo a los niveles de mediados de noviembre, lo que supone una revalorización acumulada anual próxima al 3%. En los mercados de divisas, el euro se ha

## TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2004	2005	2006	2007				
		DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	5,43	5,49	5,57	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	8,32	8,47	8,24	...	...
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	2,36	2,50	2,64	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	5,53	5,75	5,68	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	4,17	4,01	4,04	3,96	4,01
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,28	4,20	4,23	4,00	4,06
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,40	4,35	4,38	4,25	4,32
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,09	0,11	0,08	0,14	0,11
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,50	0,49	0,40	0,58	0,65
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	2,58	2,96	10,90	9,86	6,87

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 17 de diciembre de 2007.  
b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.  
c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.  
d. Medias mensuales.  
e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2005.  
f. Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

mantenido estable respecto al dólar en la primera quincena de diciembre, alcanzando cotizaciones en torno a 1,47 dólares por euro (cercasas al máximo registrado desde el comienzo de la Unión Monetaria), lo que implica una apreciación acumulada anual cercana al 10% (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea siguió una evolución análoga, de forma que se ha revalorizado desde comienzos de 2007 en torno al 5% frente a las divisas de los principales socios comerciales del área.

Los agregados monetarios del área del euro experimentaron en octubre una significativa aceleración. De este modo, la tasa de variación interanual de M3 aumentó un punto porcentual,

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH  
Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2007	2005	2006	2007		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
FINANCIACIÓN TOTAL	2.313,7	15,9	19,1	16,0	14,9	14,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.050,4	21,2	24,2	20,1	18,8	17,7
Hogares e ISFLSH	863,6	20,9	19,6	16,0	15,3	15,0
De los cuales:						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	638,1	24,3	20,4	16,7	16,0	15,8
– Crédito para consumo y otros fines (c)	223,9	12,5	17,5	13,9	13,0	12,8
Sociedades no financieras	1.186,7	21,4	27,9	23,4	21,5	19,8
De los cuales:						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	874,0	25,5	29,8	27,1	24,9	22,7
– Valores de renta fija (d)	36,9	23,7	135,1	30,7	28,5	24,4
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	263,3	-3,9	-4,8	-7,2	-7,0	-7,0
Valores a corto plazo	32,0	-10,8	-2,2	-6,6	-4,5	-2,3
Valores a largo plazo	285,7	2,7	-0,3	-0,7	-0,2	-2,3
Créditos – depósitos (f)	-54,4	-16,3	-13,3	-17,5	-18,8	-12,2

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

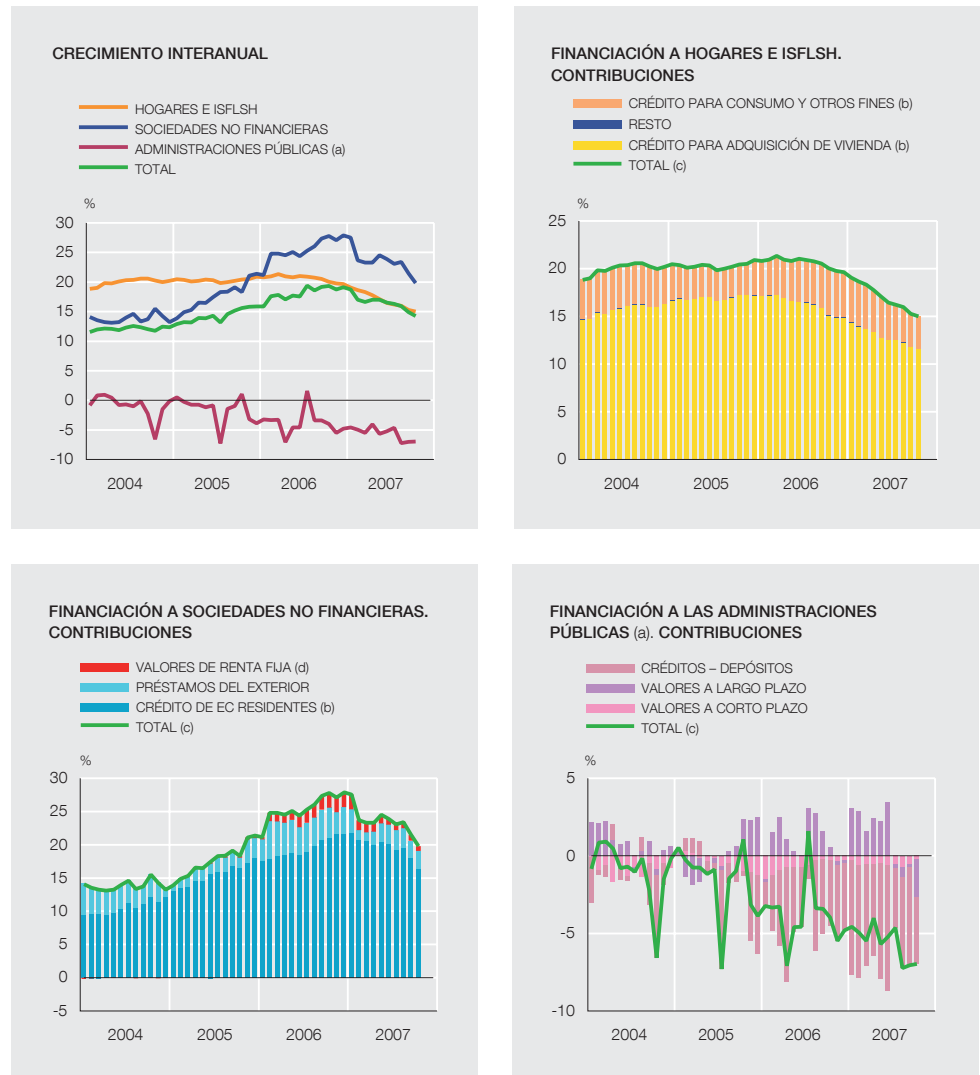
f. Variación interanual del saldo.

hasta el 12,3%, como consecuencia de una mayor velocidad de expansión de todos sus componentes. Por su parte, el crecimiento del crédito concedido al sector privado se situó en el 12,2% interanual, superior al registrado en septiembre (un 11,6%), si bien los distintos sectores institucionales mostraron un comportamiento dispar. Cabe destacar la pujanza de los préstamos a las instituciones financieras no monetarias, excluidas empresas de seguros y fondos de pensiones, que aumentaron un 22,8% (2,6 pp más que en septiembre), mientras que los préstamos a empresas no financieras y hogares mantuvieron su ritmo de avance en el 13,9% y 6,8%, respectivamente.

**Evolución financiera  
en España**

Durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre se han vuelto a producir tensiones en los mercados financieros, lo que se ha reflejado en incrementos de las primas de riesgo y de la volatilidad de las cotizaciones y en ciertos descensos de los principales índices bursátiles. Por su parte, la información más reciente sobre los balances de los hogares y las sociedades evidencia que en octubre volvieron a desacelerarse tanto su deuda como los activos líquidos mantenidos en su cartera. Los datos provisionales correspondientes a noviembre apuntan a una nueva moderación en el dinamismo de la financiación de familias y empresas y a un mantenimiento del ritmo de avance de sus activos líquidos en torno a los mismos niveles del mes precedente.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas se redujeron en noviembre y repuntaron moderadamente durante la parte transcurrida de diciembre. De este modo, entre el 1 y el 17 de dicho mes, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses



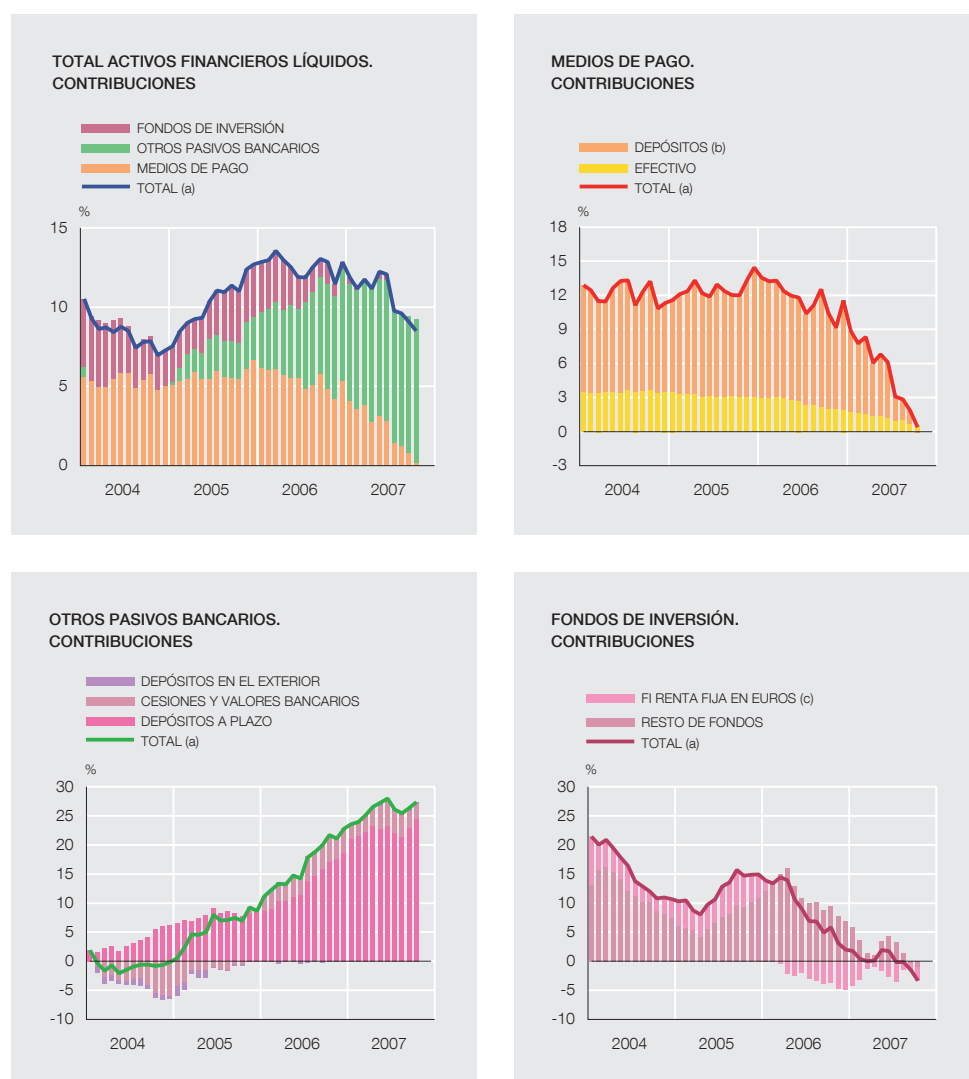
FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
b. Incluye los créditos titulizados.  
c. Crecimiento interanual.  
d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

y de los bonos a diez años se situaron en promedio en el 4,01% y el 4,32%, respectivamente, lo que representa un descenso de 3 pb y de 6 pb en relación con los correspondientes valores de octubre (véase cuadro 2). Este recorte de la rentabilidad de la referencia española a largo plazo fue algo inferior al de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas aumentó ligeramente. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se elevaron durante el mismo período, hasta alcanzar los niveles más altos desde mayo de 2003.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones descendieron durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre, evolución que ha venido acompañada de un ascenso de su volatilidad. Tras estos recortes, en la fecha de cierre de este artículo, la ganancia acumulada en 2007 por el Índice General de la Bolsa de Madrid se ha reducido hasta el 6,9%, revalorización superior a la que presentaban tanto el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM (3%) como el S&P 500 de las de Estados Unidos (1,9%).





FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

Durante el mes de octubre, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y la remuneración de los depósitos de las familias aumentaron en 8 pb y 14 pb, hasta alcanzar el 5,57% y el 2,64%, respectivamente. Por el contrario, el tipo de interés de la financiación bancaria a las sociedades se redujo en 7 pb, hasta el 5,68%, y el de los créditos para consumo y otros fines de los hogares, que presenta una mayor variabilidad, disminuyó en 23 pb, hasta el 8,24%.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros continuó desacelerándose en octubre (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por agentes, se redujeron las tasas interanuales de crecimiento tanto de los fondos ajenos captados por los hogares como, en mayor medida, los de las empresas, aunque en ambos casos se mantuvieron en niveles elevados (en torno al 15% y 20%, respectivamente). Por su parte, la deuda de las Administraciones Públicas siguió contrayéndose al mismo ritmo del mes precedente.

La desagregación por finalidades evidencia que la desaceleración de los pasivos de las familias en octubre se observó tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, que crecieron cerca del 16% y del 13%, respectivamente, en relación con el mismo mes de 2006. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras se explica fundamentalmente por la evolución del crédito concedido por las entidades residentes, cuya tasa de avance interanual se redujo en más de 2 pp. La información provisional correspondiente a noviembre apunta, en general, a una continuidad de estas mismas pautas.

La tasa de crecimiento interanual de los fondos recibidos por las Administraciones Públicas continuó siendo negativa, situándose en el -7% en octubre, el mismo valor del mes anterior. Por instrumentos, esta evolución fue nuevamente el resultado, en términos acumulados de doce meses, de una amortización neta de valores a corto y largo plazo y de un descenso del saldo entre créditos y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares volvieron a desacelerarse en octubre. Esta evolución fue consecuencia de la reducción de los ritmos de avance de los medios de pago y de las participaciones en fondos de inversión, que no fue contrarrestada por la aceleración del resto de los pasivos bancarios, que continuaron viéndose impulsados por el notable dinamismo de los depósitos a plazo (véase gráfico 9). La información provisional correspondiente a noviembre no muestra cambios significativos, en relación con el mes precedente, en el crecimiento de los activos líquidos mantenidos por el sector privado.

26.12.2007.